



## 日本経済は自律的回復の兆しも、先行きにはなお課題も

- **日本経済**は輸出の増加が続くもとで、設備投資や雇用の悪化に歯止めが掛かるなど、徐々に回復の動きが広がってきている。当面の動きとしては、循環的な回復モメンタムや政策支援による耐久財の需要喚起の動きが次第に一巡してくることに加えて、中国において過熱抑制に向けた取り組みが強まってきていることなどから、10年後半にかけて、成長ペースは次第に緩やかなものになっていくとみられる。もっとも、海外経済の回復が続くもとで、輸出の増加基調が崩れる可能性は小さい。加えて、輸出を起点とする回復の動きが徐々に民間需要に波及してきているほか、在庫水準も低位に抑制されているため、調整圧力も限定的なものに留まっている。こうした点から、予測期間中、日本経済は輸出を起点とした回復の動きが継続する可能性が高い。ただし、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとで、家計部門にとっては回復の実感が持ちづらい状況が続くなど、回復の動きに濃淡が表れやすい課題は残されており、持続的成長のためには、生産性や成長期待の向上に向けた取り組みが求められよう。実質 GDP 成長率は10年度が+2.5%（前回予測：+2.0%）、11年度は+2.0%（同：+2.0%）を予想する。【日本予測表：5ページ】
- **米国経済**は、10年1-3月期の実質 GDP が年率+3.2%と前期に続き高めの成長率を維持した。在庫要因による押し上げが指摘される一方で、個人消費を中心とする最終需要がしっかりと持ち直してきている点が評価される。今後の見通しとしては、在庫循環上、10年後半にかけて成長率が緩やかに鈍化していくものの、雇用情勢の回復がすでに始まっており、成長の中身的には、足元から自律的な景気回復の動きが継続するとみている。予測期間中は概ね3%（前期比年率）を超える成長が続き、実質 GDP 成長率は10年が+3.4%（前回予測：+3.3%）、11年は+3.2%（同：+3.0%）を予想する。【米国予測表：8ページ】
- **欧州経済（ユーロ圏）**は、11年にかけて新興国や米国などを中心とした海外経済の持ち直しを背景に輸出・生産の回復傾向が続く一方、11年以降は各国が財政再建に向けて歳出抑制に動くことから財政面からのデフレ圧力が懸念されるほか、個人消費は雇用・所得環境の回復の遅れなどから、回復の足取りが重い展開が続くとみられることから、10年、11年とも潜在成長率（1%程度）を下回る伸びに留まるとみている。実質成長率は10年が+0.7%（前回予測：+0.8%）、11年は+0.9%（同：0.9%）と予想する。【欧州予測表：11ページ】
- **中国経済**は、V字型景気回復の副作用として、不動産市場バブルやインフレ圧力などが懸念されている。中国政府は、今後数ヵ月間、量的資金調節（預金準備率引上げや不動産向け窓口指導など）を主体とする金融政策手段や、行政指導・監督を一層強化し、景気過熱の抑制が図られよう。既に国際金融危機前の「量的な経済成長依存から質的な経済社会発展を重視し、経済成長方式の転換を推進する」との経済社会運営方針に戻ったと認識される。一方、欧州財政危機に伴うユーロ安が対 EU 輸出伸び押し下げるといった新たなリスク要因も浮上している。これを受けて、実質 GDP 成長率の10年予測は前年比+9.7%（前回予測：+10.2%）に、11年予測を前年比+8.9%（前回予測：+9.3%）と予想する。【中国予測表：14ページ】
- **新興国経済（インド、ブラジル）**では、インド経済は緩やかな財政・金融政策の出口戦略のなか、旺盛な内需主導で10/11年度、11/12年度とも8%台の高成長に。インフレ抑制や財政再建などは引き続き政策課題。景気過熱や資金流入による固定資産価格の動向などが焦点に。一方、ブラジル経済は10年は内需主導で6%台の高成長、景気過熱への懸念燻るなか中銀は比較的速いペースでの利上げへ。11年は、資源関連投資やインフラ投資が引き続き堅調も、ローン金利の上昇で消費中心に4%台に鈍化すると予想。【インド、ブラジル予測表：16、18ページ】
- **為替相場**は、10年のドル円相場は87~102円を予想する。緩やかな円安への動きを想定している。ユーロドル相場は1.15~1.45ドルを予想する。ユーロの調整継続を想定している。基本的には、ポスト・ドルキャリートレードの相場局面が継続するものと捉えている。これらは資金フローの正常化への過程であるとみており、こうした相場状況は11年も継続すると予想している。長期的には1ユーロ=1ドル=100円のパリティが落ち着きどころと想定。



## 日本経済

## 輸出が増加するも、民需への波及が徐々に進展

10年1-3月期GDP(1次速報値)の発表を受け、SRI(新光総合研究所)では、2010、2011年度経済見通しの改定を行った(前回予測は10年3月12日)。その結果、実質GDP成長率は10年度+2.5%(前回予測:同+2.0%)、11年度+2.0%(同+2.0%)となった。前回予測に比べると、10年度が上方修正、11年度は据え置きである。10年度の主な上方修正の背景は、主として、1-3月期の実質GDP成長率が前回予測時点の想定を上回ったことなどにより、前回予測時点に比べて10年度に対するゲタ(前期比横這いが続いた場合の成長率)が上方修正されたことに伴う技術的な要因によるものである。他方、中国経済見通しが前回予測時点に比べて下方修正となることなどを反映して、10年後半~11年前半にかけての成長ペースは、前回予測に比べて下方修正している。

10年1-3月期の実質GDP成長率は前期比年率+4.9%となった。需要項目ごとの内訳をみると、中国や米国など海外経済の回復の動きを背景に、輸出の増加傾向が続いていること、耐久財消費が堅調さを維持するなど、政策支援による需要喚起の動きが続いていること、在庫調整の一巡に続き、雇用者報酬や設備投資の調整も進展しており、国内需要に持ち直しの動きがみられることなどといった点が確認される結果となっており、足元にかけての日本経済は、引き続き輸出の増加や景気対策の効果に支えられている面があるものの、こうした動きを背景とした生産の増加や企業収益の改善を受けて、雇用や設備投資の調整が進展するなど、徐々に回復の動きが広がってきているといえよう。

当面の日本経済については、内外の在庫調整が進展してきたことに伴い、循環的な回復モメンタムは次第に一服していく、政策支援による耐久財支出の限界的な押し上げ効果は次第に薄らいでいくとみられ、特に4月以降は薄型テレビにおける駆け込み需要の反動の動きが出てくる可能性がある、設備投資や雇用の調整が進展してきているものの、企業の設備や雇用に対する過剰感は依然として根強く、先行きの需要に対して慎重な姿勢を保持していることから、当面、民間需要の自律的回復力が強まっていく状況までは期待しづらい、金融危機後、世界に先駆けて回復の動きを示してきた中国において、過熱する不動産市場の抑制や過剰供給の是正、高エネルギー消費から省エネへの構造転換などの取り組みが強まってきているなどから、年後半にかけて、成長ペースは次第に緩やかなものになっていくとみられる。

ただし、欧州経済の回復の動きに弱さを残すものの、世界経済の牽引役ともいべき米国経済は想定よりも順調に自律的回復への道筋を辿っている。中国経済にしても、短期的には過熱抑制策の影響で減速する可能性があるものの、1人当たりGDPや耐久財普及率、社会インフラの整備状況などからすると、なお発展段階にある成長ステージや政策対応能力を考えれば、当面の動きとして中国経済の成長路線が頓挫することは考えづらい。したがって、輸出の増加基調が崩れる可能性は小さい。また、内外の景気回復の動きに企業のコスト削減努力が相俟って、企業収益は想定よりも順調に改善しており、上記のように、当面の回復ペースは緩慢なものであるとしても、輸出が増加するも、徐々に民間需要に回復



の動きが波及してきていることを考えると、回復の動きが途切れるリスクは小さい。このように最終需要が安定するもとで、在庫が低位に抑制されていることから、生産調整が強まっていくという状況も想定しづらい。こうした点から、予測期間を通じて、日本経済は持ち直しの動きが継続する可能性が高いと判断している。

このように、SRI では11年度にかけて輸出を起点とした日本経済の回復の動きが継続すると想定している。当面の回復ペースは緩やかなものであるとしても、輸出主導で生産水準が徐々に切り上がり、企業の慎重姿勢も次第に和らいでいくもとで、設備投資については回復の動きがより明確になってこよう。他方、こうした輸出主導の回復が家計へと波及していく動きは引き続き緩慢なものとなる可能性が高いと判断している。海外経済の成長を享受できる大企業、とりわけ製造業に対し、雇用を大半を占める中小企業、非製造業は国内需要の低迷や交易条件の悪化（世界経済の成長に伴う川上価格の上昇圧力と販売価格のデフレ）などが重石となっており、収益力や生産性が低迷していることから、賃金を引き上げる余力に乏しい。相対的に良好な収益環境にある大企業についても、グローバル化や新興国の台頭に伴う企業間競争が厳しさを増すなかであって、固定費である賃金を抑制する姿勢は容易に解消されないとみられる。子ども手当の支給などにより、家計所得は下支えされるものの、賃金の持続的な増加が期待しづらい状況下では、個人消費の伸び悩みが続く可能性が高い。また、大幅な需給ギャップが残存することや賃金の伸び悩み、インフレ期待の低迷などから、消費者物価の下落傾向が続く可能性が高く、予測期間中、安定的に消費者物価がプラスに転じるという意味での、デフレ脱却には至らないとみられる。

以上のように、11年度にかけての日本経済は、全体としては輸出を起点とする回復の動きが継続するものの、賃金・物価のデフレ圧力が根強く残るもとで、外需と内需、大企業と中小企業、企業部門と家計部門では回復の動きに濃淡が表れやすいという姿を前回予測に続き想定した。02年春からの前回の回復局面と同様、今回の回復の牽引役も、海外経済の成長を享受できる大企業・製造業となる一方、家計部門にとっては実感なき回復の動きが継続することになる。資源に乏しく、人口減少下にある日本が成長するためには、外需の取り込みが不可欠であり、問題は、外需を取り込む力の強化とそれによって得られた所得をいかに国内の成長に結び付けていくかという点にある。政府には、所得再配分機能の強化とともに、規制緩和や減税、成長著しいアジア需要の取り込みなどを通じて、企業活動を支援するとともに、成長期待を高めたり、将来不安を緩和させたりすることで、企業や家計の支出を促すような施策を期待したいところであり、この点、6月をメドに取りまとめられる新成長戦略の内容とともに、そうした成長戦略を実行に移す政治的リーダーシップを発揮することができるかどうかという点に、注目しておきたい。

### 上振れ、下振れ要因に引き続き留意

11年度にかけての日本経済については、基本的には上記のような姿を想定している。ただし、上記見通しから上振れ・下振れする可能性にも引き続き注意が必要であろう。主な点としては、欧州ソプリリスクの高まりなどを背景とした国際金融・資本市場の不安定化、中国における過熱抑制策の行方、



米国経済の上振れ（雇用や貸出の回復）、先進国の出口政策が遅れるなか、リスク許容度の回復に伴い、再び資源価格の上昇や交易条件の悪化を招く可能性、各国雇用情勢の改善が遅れるなか、選挙を控える国々で、ポピュリズム的な姿勢が強まり、貿易摩擦や保護主義的な動きを招来したり、過度に経済活動を抑制するような規制強化策が打ち出されたりする可能性、コスト競争力の確保や需要の拡大を見込んで海外での投資に注力する結果、輸出の増加が設備投資や雇用などへ想定ほど波及しないリスクなどに注意が必要と考えている。とりわけ、日本経済を左右する大きな要因は海外経済・金融市場の動向であるため、こうした動きや各国政策当局の舵取りに注意を払いつつ、引き続きフォローしていきたい。

なお、本予測の前提は以下の通り。予測期間中、為替は1ドル=90円、原油入着価格は1バレル=80ドル、財政政策は、10年度については追加の対策は現時点では具体的に想定しておらず、11年度はマニフェストに沿って、子ども手当の全額支給などを想定、金融政策では、無担保コール0/N物レートの誘導水準は11年度末にかけて0.10%を維持。金融政策については、予測期間中利上げも追加緩和策も具体的には想定していない。ただし、足元のような金融市場の不安定化により、円高など景気の下振れやデフレ圧力をもたらす動きが強まった場合には、新型オペの拡充などで対応する可能性があると思われる。

日本 GDP予測表

(前期比:%)

	2009年度				2010年度				2011年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)			
名目GDP	0.2	0.3	0.3	1.2	0.0	0.1	0.5	0.3	0.1	0.3	1.0	0.9	3.7	1.4	1.5
実質GDP	1.8	0.1	1.0	1.2	0.6	0.4	0.3	0.2	0.5	0.7	0.7	0.8	1.9	2.5	2.0
(前期比年率)	7.4	0.5	4.2	4.9	2.3	1.6	1.2	0.8	1.9	2.6	2.8	3.0			
*国内需要	0.1	0.2	0.4	0.6	0.3	0.3	0.3	0.1	0.3	0.5	0.5	0.5	2.4	1.2	1.4
*民間需要	0.4	0.2	0.3	0.5	0.5	0.4	0.3	0.2	0.3	0.5	0.5	0.5	3.0	1.5	1.5
民間最終消費支出	1.0	0.6	0.7	0.3	0.1	0.3	0.3	0.2	0.3	0.4	0.3	0.3	0.6	1.3	1.0
民間住宅	9.8	7.3	2.7	0.3	3.4	2.7	2.2	1.0	0.7	0.9	1.5	1.8	18.5	3.7	5.3
民間企業設備	3.7	2.0	1.3	1.0	1.3	1.5	1.1	0.7	0.9	1.4	1.8	2.1	15.1	4.2	5.1
*民間在庫品増加	0.1	0.1	0.2	0.2	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.5	0.1	0.0
*公的需要	0.4	0.0	0.1	0.0	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.7	0.3	0.1
政府最終消費支出	0.2	0.1	0.7	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	1.8	1.1	0.7
公的固定資本形成	7.3	1.0	1.2	1.7	5.0	4.0	3.0	2.0	1.0	1.0	1.0	1.0	8.7	11.9	6.1
*公的在庫品増加	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*財貨・サービスの純輸出	1.8	0.4	0.6	0.7	0.3	0.1	0.0	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2	0.4	1.3	0.6
財貨・サービスの輸出	10.1	8.6	5.8	6.9	4.2	1.9	1.2	0.9	1.6	2.4	2.7	3.0	9.6	17.2	7.4
財貨・サービスの輸入	3.7	5.6	1.5	2.3	2.9	1.3	1.0	0.5	0.5	1.6	1.7	1.9	11.8	8.5	4.3
GDPデフレーター	0.6	0.7	2.7	3.0	1.7	1.6	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	1.8	1.1	0.5

注:\*の項目は寄与度、GDPデフレーターは前年同期比  
出所:内閣府「四半期別GDP速報」を基にSRI作成

主要経済指標

(前年同期比:%)

	2009年度				2010年度				2010年度				2009年度 (実)	2010年度 (予)	2011年度 (予)
	4-6月 (実)	7-9月 (実)	10-12月 (実)	1-3月 (実)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)	4-6月 (予)	7-9月 (予)	10-12月 (予)	1-3月 (予)			
鉱工業生産	27.4	19.4	4.3	27.5	22.4	17.5	11.5	4.5	2.7	2.5	3.3	4.3	8.9	13.5	3.2
(前期比)	6.5	5.3	5.9	7.0	2.5	1.1	0.5	0.4	0.7	1.0	1.2	1.4			
国内企業物価	5.5	8.2	5.2	1.7	0.7	1.0	1.8	1.7	0.9	0.5	0.8	0.9	5.2	1.2	0.8
消費者物価(生鮮食品除く)	1.0	2.3	1.8	1.2	1.2	1.1	0.7	0.6	0.4	0.2	0.3	0.2	1.6	0.9	0.3
完全失業率(%)	5.1	5.4	5.3	4.9	5.0	4.9	4.8	4.8	4.8	4.7	4.7	4.6	5.2	4.9	4.7
名目雇用者報酬	4.6	3.8	4.5	0.3	1.2	0.9	1.1	0.4	0.3	0.5	0.7	0.9	3.5	0.9	0.6
新設住宅着工戸数(万戸)	76.9	71.3	79.1	83.7	86.8	87.4	87.9	88.2	88.6	88.9	89.5	90.2	77.5	87.6	89.3
経常収支(兆円)	3.3	4.1	3.4	4.9	4.1	4.8	3.8	4.9	4.5	5.3	4.3	5.4	15.7	17.7	19.6
政策金利(無担保コールO/N物)	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10			
長期金利	1.45	1.34	1.31	1.33	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40	1.40			

注:長期金利は新発10年国債利回り。実績値は期中平均、予測はレンジの中央値  
出所:各種統計を基にSRI作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

## 米国経済

### 自律的回復局面に差し掛かる米国景気

米国の10年1-3月期実質GDPは前期比年率+3.2%と、前期(同+5.6%)からは鈍化しつつも、引き続き高めの成長を維持した。当期も在庫要因が成長率を押し上げる格好となっているものの、その在庫を除いた最終需要ベースでみても同+1.6%と前期(同+1.7%)同様に底堅い動きが続いている点は評価に値しよう。米国景気は未曾有の金融危機を経て、着実に回復し続けていると判断される。特に、GDPの約7割を占める個人消費が当期は同+3.6%と堅調に推移しており、政策効果抜きでも耐久財消費が底堅い動きになっているうえ、非耐久財やサービスへの波及も確認される。景気の牽引役として期待される個人消費が堅調に推移している点は、今後の米国景気を展望する上で大きなプラス材料であろう。設備投資も概ね底堅く推移しており、当期は全体で同+4.1%と2期連続のプラスとなっている。但し、機器ソフトウェアが強めに推移する一方で、構築物投資は依然として大幅なマイナスになるなど、企業の投資スタンスが合理化投資等に偏っている姿が窺える。その他、住宅投資は天候や減税といった特殊要因により変動がみられるが、同10.9%と足元は弱含み。輸出は同+5.8%とモメンタムは鈍化しつつも3期連続の増加となり、引き続き新興諸国向けなどを中心に堅調な動きが続いている。そして、在庫投資は当期は実額ベースでみて+311億ドル(前期197億ドル)と2年ぶりにプラスに転じており、企業がようやく在庫を積み上げ始めたことが窺える。但し、在庫率等を確認すると、需要回復に比べ在庫水準は依然として低位に留まっており、目先は引き続き在庫積み上げの動きが成長率を押し上げる展開が予想されよう。

今後はこうした景気回復の動きがいつ自律的、ないしは持続的な姿に転じてくるかが問われてくるが、足元の雇用情勢を踏まえる限り、米国景気はすでに自律的な回復局面に入ってきたのではないかとみている。4月の(非農業部門)雇用者数増減は前月比+29.0万人となり、また3月分も同+23.0万人へと上方修正されている。こうした雇用の動きは実体経済の回復に沿ったものであると同時に、未曾有の景気悪化に直面して、企業が雇用をこれまで急激に削減した反動が上乗せされている可能性が指摘されよう。米国の労働市場では景気悪化とともに積極的に雇用削減が行われ、比較的速いタイミングでコストカットが進む傾向が指摘される。労働分配率や生産性の推移を確認すると、今回はそもそも労働コストが抑制された状態から、さらに雇用削減されたことが分かる。これが足元の雇用増加につながっているのではないかと。以上のような動きを踏まえ、当方(新光総合研究所)は、前回見通しでは11年末に向けて雇用が徐々に回復していく姿を想定していたが、今回の見通しでは、10年内に雇用が足元から年末にかけて反動的に強めの回復をみせ、その後11年に入れば徐々に経済成長に見合った巡航速度の回復ペースへと落ち着いていく流れを想定した。こうした雇用回復はまず、新たな所得形成やマインドの改善を通し個人消費の回復に寄与しよう。これまでの消費は、株価上昇や住宅価格の下げ止まりによる資産効果、純資産の下げ止まりによる貯蓄率のピークアウト、減税効果、自動車など大型耐久財を中心とした値ごろ感の台頭、大きく減らしすぎた消費の反動、もしくは節約疲れなどによって支えられてきたと考えられる。しかし、今後は雇用・所得環境の改善に裏付けられた、より安定的かつ持続的な消費の回復がみられることとなろう。さらにこうした需要回復は企業部門の成長期待の高まりと

ともに、新たな設備投資や雇用につながっていく。現時点ですすでにその兆候がみられ、雇用回復がさらなる需要をもたらせば、景気の前向きな循環はさらに進展していくことが予想される。

残る課題としては、不動産市場の回復の遅れが指摘される。住宅、商業用不動産ともに価格面では概ね下げ止まり感が醸成されつつあるものの、依然として明確な回復には至っていない。同部門は投資需要としては合わせて GDP の 5% 程度を占めるに過ぎないが、金融機関の損失源（07/2Q～10/4Q における IMF 推計値）としては約 60% を占めている。このため、不動産市場の動向次第では、金融機関が新たな損失を抱えそれが信用収縮につながっていくなど、再び実体経済の重石になる可能性が残されている。特に、借り換え問題を抱える商業用不動産に関しては引き続き警戒が必要であり、銀行部門は 2013 年まで毎年、1500 億ドル以上の借り換え需要に応えていかなければならないようである。もっとも、雇用・所得環境が回復に向かっていることが、こうしたリスクを軽減する可能性も指摘されよう。不動産の需給が改善し、かつ経済成長による所得形成が続けば、不良債権処理は徐々に進展していく。また、低金利状態が続くことによる収益も損失処理の原資となりえる。この結果、順調に景気が回復傾向を続けるのであれば、信用収縮は徐々に解消に向かい、持ち直しつつある需要をさらにサポートする動きが始めるかもしれない。信用基準の緩和等の動きを考慮すれば、こうした動きが早く 11 年前半にはみられる可能性が指摘される。

以上の点を踏まえ、今後の米国経済については、基本的には在庫循環が景気モメンタムを決めることから、10 年末にかけては緩やかに成長率が鈍化していく流れが想定されるものの、一方で、雇用情勢の改善によりすでに最終需要は回復に向かっていることから、中身的には自律回復の動きが足元から継続するとみている。予測期間中は概ね 3%（前期比年率）を超える成長が続き、10 年の実質 GDP 成長率は +3.4%（10 年 2 月予測：+3.3%）、11 年は +3.2%（同 +3.0%）を予想する。

## 利上げは引き続き 11 年年央辺りを予想

09 年後半から 10 年にかけて、経済指標の改善や出口政策の準備などによりマーケットの利上げ期待が上昇、一時は 10 年内の利上げがコンセンサスになりつつあった。しかし、足元ではギリシャ問題に端を発するマーケットの混乱もあり、11 年前半の利上げがコンセンサスとなってきた。もっとも、そもそもこの間、FRB の政策スタンスはほとんど変化していない。すなわち FRB は、低水準の資源稼働率、抑制されたインフレ率、安定したインフレ期待という 3 条件により、「当面の間（for an extended period）」は現行の政策金利水準を維持すると言いつけている。また、公定歩合を引き上げる際や流動性吸収プログラムの概要発表の際にも、こうしたオペレーションが金融政策に何ら関係がないことを逐一説明している。

当方としても、引き続き 11 年中頃の利上げを予想している。まず、雇用情勢の改善が進んでいるとはいえ、失業率は引き続き高止まりする公算が大きい。特に、10 年は雇用情勢の回復とともに労働力人口が比較的早いペースで増加すると考えられ、なかなか失業率が下がりにくい展開が続くだろう。また、インフレ率に関しても足元、鈍化傾向に転じているうえ、大幅に開いた需給ギャップを考慮すれば、当面は上昇しづらい状態が続くとみられる。さらに、11 月に中間選挙が行なわれるという政治との兼ね合

いも意識すべきなのかもしれない。もっとも、雇用情勢の回復により米国景気はすでに自律的な回復局面に入ってきているとみられ、また、不良債権処理の進展とともに銀行システムが正常化に向かえば、FRB は過剰信用の問題にも気を配る必要が出てくる。こうした実体経済の動きを踏まえると、前回見通し時よりも幾分、利上げのタイミングが前倒しされるリスクが高まっているようにも思える。しかし一方で、最近のリスク回避的なマーケット動向は利上げを遅らせる要因になりえる。ギリシャを中心とする今回のソブリンリスクに関しては、いつ終息に向かうのか不透明感が強い。こうした状況を踏まえると、利上げのタイミングは前にも後にも大いに動く可能性があると言わざるを得ない。また、FRB は、利上げは準備預金への付利金利を「ものさし(指標)」として実施するとしており、その場合に本来の政策金利である FF レート誘導目標水準がどのように変更されるのかについては今のところ分かっていない点にも留意が必要であろう。なお、今後の金融政策の流れとしては、「制限された規模」での流動性吸収、時間軸の変更、「大規模な」流動性吸収、利上げ、資産売却 という流れを想定している。但し、時間軸変更や資産売却のタイミングに関しては状況により前後する可能性がある。

### 上振れ・下振れのリスク要因

以上の見通しに対するリスク要因を指摘すると、まずアップサイド・リスクに関しては、供給サイド(雇用・設備投資)のV字回復、耐久消費財や住宅のペントアップ需要、信用機能の回復による経済活動の活性化、ないしは資産価格の上昇などが指摘されよう。一方で、ダウンサイド・リスクに関しては、上記の資産価格の上昇が株や不動産に留まらず、商品市況にまで波及すること、政策効果の剥落や借り換え問題により不動産(住宅・商業用不動産)市況が再び悪化に転じること、何らかの外部ショックにより景気が腰折れするとともに、不良債権問題が再発することなどが挙げられよう。しかし、雇用情勢が改善し景気が自律的回復に差し掛かっている以上、ダウンサイド・リスクの蓋然性は徐々に低下しつつあるとみている。

米国経済予測 総括表

	2009				2010(実)	2010(予)				2011(予)				2009	2010(予)	2011(予)
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q				
実質GDP 前期比年率	6.4	0.7	2.2	5.6	3.2	3.8	3.5	2.8	3.1	3.0	3.2	3.3	2.4	3.4	3.2	
(前年同期比)	3.3	3.8	2.6	0.1	2.5	3.7	4.0	3.3	3.3	3.1	3.0	3.2				
個人消費	0.6	0.9	2.8	1.6	3.6	3.3	3.0	3.2	3.1	3.2	3.0	2.8	0.6	2.7	3.1	
設備投資	39.2	9.6	5.9	5.3	4.0	6.6	9.1	10.1	10.4	10.0	9.7	8.8	17.8	3.5	9.7	
住宅投資	38.2	23.2	18.9	3.7	10.9	11.0	13.1	1.9	9.0	7.2	5.0	4.2	20.5	1.7	6.3	
*在庫	2.3	1.4	0.7	3.7	1.6	0.9	0.3	0.3	0.3	0.4	0.0	0.5	0.6	1.3	0.1	
*純輸出	2.6	1.7	0.8	0.3	0.6	0.5	0.4	0.3	0.2	0.2	0.3	0.4	1.0	0.3	0.3	
輸出	29.9	4.1	17.8	22.8	5.8	8.0	7.0	6.0	7.0	7.5	8.0	8.5	9.6	10.1	7.2	
輸入	36.4	14.7	21.3	15.8	8.9	9.9	8.6	6.8	7.3	7.7	8.3	9.4	13.9	9.9	7.8	
政府支出	2.6	6.7	2.7	1.3	1.8	0.9	1.1	1.1	1.2	1.2	1.2	1.3	1.8	0.4	1.1	
名目GDP 前期比年率	4.6	0.8	2.6	6.1	4.1	3.9	4.5	3.6	4.4	3.5	4.1	4.7	1.3	4.0	4.0	
GDPデフレーター 前年比	2.0	1.5	0.6	0.7	0.4	0.5	0.6	0.7	0.8	0.9	0.9	1.0	1.2	0.6	0.9	
失業率	8.2	9.3	9.6	10.0	9.7	9.8	9.7	9.6	9.4	9.2	8.9	8.6	-	-	-	
雇用者数増減	75.3	47.7	26.1	9.0	7.0	25.8	28.1	30.9	28.4	25.6	22.4	19.8	-	-	-	
PCEデフレーター 前年比	0.4	0.2	0.7	1.2	2.0	1.8	1.6	1.3	1.1	1.2	1.2	1.3	0.2	1.7	1.2	
同 コア 前年比	1.7	1.6	1.3	1.5	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0	1.2	1.2	1.5	1.2	1.1	
鉱工業生産	19.0	10.4	6.4	6.8	7.5	5.4	3.1	1.6	2.4	3.8	5.2	6.0	9.7	4.7	4.3	
FFレート誘導水準	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.00~0.25	0.50	1.00	1.50	-	-	-	
長期金利	2.70	3.30	3.50	3.45	3.70	3.40	3.60	3.60	3.80	3.90	4.00	4.10	-	-	-	

注: 前期比年率(但し、物価指標は前年比、雇用者数は非農業部門の月平均)、需要項目の下段(\*)、在庫、純輸出は寄与度、雇用者数はセンサス調査による増減を除くベース。  
 FFレートは実績は期末値、予測はレンジで表示、長期金利は10年物国債利回り、実績は期中平均、予測はレンジ中央値で表示。  
 出所: 米商務省、労働省、FRB、DatastreamよりSRI作成

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

## 欧州経済

### 緩やかな成長が継続も、下ブレ圧力を抱えた景気展開

先般発表されたユーロ圏の10年1-3月期の実質GDP(速報値)は前期比+0.2%(前期:+0.0%)とプラス成長を維持したものの、極めて低い伸びに留まり、改めて日米に比べ(10年1-3月期は日本が前期比+1.2%、米国が同+0.8%)ユーロ圏景気の回復の足取りの鈍さが確認される形となった。国別にみると、ユーロ圏で最大の経済規模を誇るドイツは、事前に天候不順の影響でマイナス成長との観測も出ていたが、同+0.2%と前期並みのプラス成長を確保した一方で、前期に高目の成長を遂げたフランスは同+0.1%と回復ペースが大きく鈍化した。また、財政危機が懸念されている南欧諸国では、イタリアとポルトガルが揃って高目の成長を記録したほか、スペインも7四半期ぶりにプラス成長となり、漸く景気後退に歯止めが掛かった。半面、ギリシャは同0.8%と引き続き大幅なマイナス成長(6四半期連続のマイナス成長)を余儀なくされており、財政再建への道程が平坦ではないことを窺わせる結果となった。

このように、国別には回復のテンポにバラツキがみられるものの、全体としてはドイツやフランスなどの主要国に先導された景気回復の動きが徐々に他国に波及しながら緩やかな回復が続いている。この背景としては、新興国を中心とした海外経済の持ち直しや在庫調整の進展を映して輸出・生産の回復の動きが続いていること、自動車買換え促進策を始めとする景気対策の効果が継続していることなどが挙げられる。ただ、景気回復の中身を見ると、輸出・生産の回復の恩恵を受ける企業部門が回復を主導しており、雇用・所得環境の改善が遅れるなかで、個人消費を中心に家計部門の回復の足取りは重い状況が続いている。こうした明の企業部門、暗の家計部門といった経済主体の対比的な景気展開は11年にかけても続きそうだ。

### 財政危機問題は長期化の方向か

今後のユーロ圏の景気動向を占う上での最大の注目点は、いうまでもなくギリシャ問題に端を発した欧州の財政危機の行方である。EUの政策当局は5月中旬にかけて欧州発の世界的な金融・証券市場の混乱の回避やユーロの信認を維持するため、ギリシャの着実な財政赤字の削減を条件に、今後3年間でユーロ参加国とIMFが協調する形でギリシャに総額1,100億ユーロ(ユーロ参加国が800億ユーロ、IMFが300億ユーロ)の金融支援を行なう、ユーロ参加国の財政危機に備えて、最大5,000億ユーロの基金を創設(欧州安定化メカニズム)する(IMFの協調融資を含めて、最大7,500億ユーロ)、ECBはユーロ参加国の国債を流通市場で購入するとともに、米FRBとのドルスワップ協定の再締結で短期金融市場へのドル資金供給を強化するなどの一連の対応策を相次いで打ち出した。EU各国が危機感を共有して動き出した点では一定の評価ができるものの、依然としてドイツの金融規制強化の動きもあって、世界の金融・証券市場は不安定な展開が続いている。

問題は今回の財政危機問題は長期戦を強いられる可能性が否定できないことである。というのは、第一に、ギリシャの財政赤字削減策が計画通りに進むかどうか不透明感が強いことが指摘される。財政赤字/名目GDP比率を09年の13.6%から14年には2.6%まで低下させる計画となっているが、上記のよ

うにすでにギリシャは深刻な景気後退に見舞われており、今後さらに増税や歳出削減によって一段とデフレ圧力に晒されるリスクが大きく、財政再建は容易ではないためである。また、過去の財政再建の成功例からみても、通貨安という選択肢がないこともハードルの高さを示唆している。今後、四半期毎に財政赤字の削減状況を点検していくことになっているが、何れかの局面でデフォルトや債務再編という事態に追い込まれる可能性を完全には否定できないところだ。また、ギリシャ問題の波及が懸念されているポルトガルやスペインでは、このところ追加の財政赤字削減策を打ち出してきているものの、早急な財政再建は難しく、市場の信認を得るには相当の時間が掛かるのではないかと懸念されている。第二に、財政危機は欧州の金融機関の問題とも密接にリンクしていることが挙げられる。実際、欧州の金融機関はギリシャを始めとして EU 各国に広範囲に渡って貸出を行なっているほか、各国の国債も保有しており、経済面ではもとより金融面でも深い係わり合いを持っている。今回の問題で資産の劣化が懸念されているうえ、仮にギリシャがデフォルトや債務再編などの事態に追い込まれるようだと、追加の負担を強いられることになる。IMF の調査によると、欧州の金融機関は米国の金融機関に比べて不良債権処理が遅れているだけに、引き続き慎重な貸出姿勢が続く公算が大きく、金融面からの景気回復をサポートしていく態勢が整うには相当の時間が掛かるのではなかろうか。

いずれにしても、ギリシャ問題を契機に、ユーロ圏各国は堅実な財政再建を進めていかざるを得ないだけに、財政面からのデフレ圧力で内需は個人消費を中心に引き続き回復の動きが鈍い状況が予想される。その点では、輸出頼みの景気展開となるが、プラス要因として期待されるのはユーロ安が進行していることである。金融危機によるユーロ高から実態以上にユーロが過大評価されていた側面もあっただけに、ユーロ圏の価格競争力の向上に資することになる。特に、競争力のある産業を抱えるドイツなどの北欧諸国はユーロ安のメリットを享受しそうだ。

このようにみていくと、ユーロ圏経済は財政面からのデフレ圧力を抱えつつも、輸出の回復に支えられて緩やかな回復の動きが続くものとみられる。10年の実質経済成長率は0.7%、10年2月は0.8%、11年は0.9%（同0.9%）を予想している。

## 振り出しに戻った ECB の出口政策

また、ECB の金融政策については、前述したように国債の購入といった踏み込んだ対応策を打ち出してきたが、今回のギリシャ問題を契機に、ユーロ圏各国はともに財政再建へ政策の軸足を移しつつあり、ポリシーミックスの観点からは緩和的な金融政策を継続していく必要があること、ユーロ安による輸入物価の上昇が懸念されるとはいえ、財政面からの内需への強いデフレ圧力が続くなかでは、インフレは引き続き抑制された状況が続く公算が大きいとみられること、今回の財政危機問題で金融機関の不良債権処理がさらに遅れる公算が出てきており、信用収縮が懸念される状況となってきたこと一などから、昨年秋以降から進められてきた出口戦略は振り出しに戻った可能性が高いのではないかとみている。ユーロ圏の景気展開次第では、追加の金融緩和の追い込まれる場面もあるのではないかと懸念されている。

## 欧州(ユーロ圏)GDP予測表

(%)

	2009年				2010年		2011年		09年	10年	11年
	1-3月	4-6月	7-9月	10-12月	1-6月	7-12月	1-6月	7-12月			
<b>実質GDP</b>	(実)	(実)	(実)	(実)	(予)	(予)	(予)	(予)	(実)	(予)	(予)
(前期比)	2.4	0.1	0.4	0.0	0.3	0.3	0.5	0.5			
(年率)	9.4	0.6	1.6	0.1	0.7	0.6	1.0	1.1	4.0	0.7	0.9
(前年比)	5.0	4.9	4.1	2.1	0.7	0.7	0.8	1.1			
個人消費	0.5	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	0.0	0.0	1.0	0.2	0.1
固定投資	5.3	1.5	0.9	1.3	1.8	1.2	0.5	1.2	10.8	3.5	0.5
*在庫	1.0	0.7	0.5	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.7	0.5	0.0
政府支出	0.6	0.6	0.8	0.1	0.8	1.0	0.7	1.0	2.3	1.8	1.7
*純輸出	0.2	0.7	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2	0.0	0.8	0.6	0.3
輸出	7.9	1.1	2.9	1.8	2.7	2.9	2.4	1.5	12.8	5.8	4.7
輸入	7.5	2.8	2.9	1.2	2.1	2.6	2.0	1.4	11.3	4.5	4.0
<b>消費者物価</b>	1.0	0.2	0.4	0.4	1.1	1.0	1.1	1.2	0.3	1.0	1.1
コア	1.6	1.6	1.3	1.1	0.9	0.8	0.8	0.8	1.4	0.9	0.8
<b>政策金利</b>	1.50	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00
<b>長期金利</b>	2.9-3.4	3.0-3.7	3.2-3.5	3.1-3.4	2.5 - 3.4	2.5 - 3.0	2.5 - 3.0	2.6 - 3.2			

注:実質GDPの予測は半期ベース、\*印は寄与度。消費者物価は前年同期比。長期金利は独10年物国債

出所: Eurostat、Datastream資料を基にSRI作成

## 中国経済

### 10年1-3月期の実質GDP成長率が+11.9%と加速、景気過熱感が顕在化

中国の10年1-3月期の実質GDP成長率は、前年同期比+11.9%(前期:同+10.7%)と高まっている。中国国家统计局の報道関係者は、「09年1-3月期の実質GDP水準が低いため、前年同期比で高めの成長率となっている」と発言していたものの、新光総合研究所(SRI)試算の前期比年率(季節調整値)は+11.8%(中国人民銀行報告: +12.2%)と前期(SRI試算: +10.3%、中国人民銀行報告: +11.3%)から加速し、加えて実質GDPギャップ(SRI試算)の動きや工業生産需給ギャップ(人民銀行報告書)の内容など勘案すると、景気の過熱感が明確に顕在化していると言えよう。鉱工業生産は、08年11月の4兆元の大型景気対策で高い比率を占めるインフラ建設などを背景に、重工業(同+22.1%)がけん引し、同+19.6%と上向いた。なお、軽工業は同+14.1%で、重工業との成長格差が広がった。

一方、GDPデフレーター(中国社会全体の物価動向をより正確に反映した指標)は、中国国家统计局から公式発表されていないが、簡易な計算(名目GDP成長率-実質GDP成長率)をすると、09年10-12月期に前年同期比で若干プラスに転換した後、10年1-3月期には大幅に上昇した。

### 中国政府の過熱防止策が本格始動、GDP予測を10年+9.7%、11年+8.9%に下方修正

中国の景気は、08年11月以降の大型景気対策や大幅な金融緩和策により、世界経済のフロントランナーとしてV字回復を達成した。しかし、同時にその副作用として、インフレ圧力や不動産市場バブル形成などが懸念されている。足元の景気動向(直近4月の主な経済指標)をみると、物価動向が、原材料・燃料価格と生産者物価PPIで、4月に前年同月比+12.0%、同+6.8%と高水準で上昇する一方、消費者物価CPIも同+2.8%(3月:同+2.4%)から再び上向き、鉱工業生産は、4月も引き続き重工業(同+19.4%)中心に前年同月比+17.8%と鈍化ながらも依然高水準で推移、消費財小売総額は前年同月比+18.5%と上伸し、都市部固定資産投資(なお、投資指標のみ1月からの累計値)も前年同期比+26.1%とやや鈍化ながらも高水準(なお、不動産開発投資は、保障性住宅の建設促進などに伴い同+36.2%と増勢)で推移、貿易黒字(輸出:同+30.5%、輸入:同+49.7%)は同87%の16.8億ドルと減少するも、貿易総額が拡大基調-など景気拡大が継続している。

一方、中国の不動産市場は、07~08年の当時と比較し、バブル形成のピッチが加速し、上昇率が上回ってきている。中国政府は、市場の健全な発展を図るため、09年12月以降相次いで不動産防止対策を講じてきたものの、効果がみられず、住宅価格は4月に前年同月比+12.8%と上昇の勢いは依然として衰えていない。しかし、4月中旬に中国政府による行政指導の更なる強化、不動産融資への窓口指導の徹底が本格的に始動し、中国株式市場では不動産関連株が既に先行して調整局面入りしている。

不動産価格の上昇圧力が強い理由として、労働人口ボーナスや都市化・工業化などに伴う膨大な潜在需要、地方政府傘下の投融資会社、国有企業(ファイナンス子会社経由)、不動産業者と商業銀行(国有制・株式制・都市などすべての形態)との資金融通で密接な政治的関係、不動産政策の緩和から規制強化への転換の遅れ、資金の過剰流動性に伴う投機・投資の活発化、不動産業者の高価格による土地購入(地方政府財政収入増に貢献)や、値上がり待ちに伴う買い溜めや不動産物件開発・販売時期の意図的遅延などを背景にした慢性的な不動産供給不足、などが挙げられる。

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

ここで、中国の金融情勢をみると、確かに月次の人民元新規貸出増加額が、4月に7,740億元と金融当局による2月(7,001億元、3月:5,107億元)以降の抑制から、再び上向いている。10年1-3月期(2.6兆元)では年間目標の進捗率で35%弱とペースが速く、4-6月期も4月のペースは再び速まっている。

このような状況下、中央政府・金融不動産関係部署は、今後数ヶ月間、量的資金調節(預金準備率引上げや不動産・供給過剰業種向け窓口指導など)を主体とする金融政策手段や、不動産政策などの行政指導・監督を一層強化し、景気過熱の抑制が図られると考えられる。

中国の国務院(中央政府)は、経済社会運営方針を、既に国際金融危機前の「量的な経済成長依存から質的な経済社会発展を重視し、経済成長方式の転換を推進する」方針に戻したと認識される。一方、10年は、「十一五」規劃(06~10年の5ヵ年計画)の最終年度にあたり、09年末で目標未達成の重要な項目として、省エネ・環境保全項目の1つである「GDP単位当たりエネルギー消費削減率」(目標20%:09年末の進捗状況14.4%)は、老朽設備の淘汰、業界再編など生産性の向上を一層図るため、通知している地方政府目標責任制や景気過熱防止策の本格実施などを背景に、目標達成の可能性は高いと考えられる。

これを受けて、新光総合研究所(SRI)では、実質GDP成長率の10年予測を前年比+9.7%(10年2月予測:+10.2%)に、11年予測を前年比+8.9%(10年2月予測:+9.3%)に下方修正した。

## 不動産過熱は7-9月期までにピークアウト、ユーロ安懸念も浮上、人民元は年間3~5%上昇

今後の最大関心事の1つは、中国の銀行業監督管理委員会(「銀监会」)が、4月20日に「四半期ごとの定期的な銀行による不動産貸出債権のストレステスト実施(不動産価格が30%以内で下落した場合)」を要請したことであり、不動産市場と銀行業界の動向である。銀监会は、銀行業界に対して「企業統治体制・運用や資本・リスク管理能力の向上を図ると同時に、老朽設備・供給過剰業種や高エネ消費・汚染物排出業種向け貸出の撤退、地方政府傘下投融资会社や不動産業種向け貸出のリスク管理の強化を図る必要がある」と提案している。

不動産価格の見通しは、4-6月期~7-9月期の期間中にピークアウトし、現在の価格水準比で20~30%程度下落が予想される。この背景には、銀行業界は経営の健全性を維持するために、増資などによる自己資本の充実(リスク対応能力の向上)や融資審査基準の厳格化を図り、貸出姿勢も慎重になっていることが挙げられる。

一方、欧州財政危機に伴うユーロ安が対EU輸出伸び押し下げるといった新たなリスク要因も浮上している。中国の地域別輸出シェアをみると、欧州EU向けが全体の20%程度占めており、ユーロ安の進行がハイピッチであり、ユーロ安や欧州景気への先行き懸念が払拭までには一定の時間を要すると想定されるため、とくに10年下半期以降の輸出入伸び率および貿易黒字を下方修正した。

人民元問題は、ユーロ安問題が浮上したため、中国政府も慎重な対応が迫られる状況にあるものの、政治的な問題に発展していることから、5月24日(~25日)に開催された米中戦略・経済対話、6月下旬のG20サミットを控え、6月頃までに人民元改革(変動幅の拡大)および元高の再開が想定される。但し、人民元レートは年間で3~5%程度の緩やかな元高が予想される。



[中国経済の実績と予測総括表]

(単位: %)

(年)	実質GDP 成長率	消費財小売 総額	社会固定資 産投資	輸 出	輸 入	貿易収支 (億ドル)	消費者 物価	鉱工業生産 (付加価値)	人民元 (元/ドル)
07	13.0	16.8	24.8	25.7	20.8	2,622	4.8	18.5	7.30
08	9.6	21.6	25.5	17.2	18.5	2,940	5.9	12.9	6.82
09	8.7	15.5	30.1	16.0	11.2	1,961	0.7	11.0	6.83
10 SRI予想	9.7	17.5	21.0	24.2	40.0	1,000	2.9	16.5	6.60
11 SRI予想	8.9	16.8	18.5	15.7	16.0	1,109	2.5	15.3	6.30

注: 前年比、人民元レートは年末値、貿易収支の単位は億ドル

出所: 中国国家统计局資料、中国海関総署資料、CEIC Dataを基にSRI作成、予想はSRI予想

[中国の需要項目別実質GDP成長率の予測総括表]

(単位: %)

年	四半期	実質GDP	最終消費支出	総資本形成	* 純輸出	総固定資本形成	* 在庫
09 SRI推定	Q1	6.2	8.6	4.5	0.2	7.9	1.3
	Q2	7.9	8.6	21.9	6.0	23.2	0.8
	Q3	9.1	9.6	23.1	5.5	22.9	0.0
	Q4	10.7	10.7	25.3	5.0	25.5	0.0
10 SRI予想	Q1	11.9	12.8	16.6	1.2	16.4	0.0
	Q2	10.3	11.4	14.0	0.8	14.0	0.0
	Q3	9.3	10.0	12.5	0.5	12.5	0.0
	Q4	8.4	9.4	11.0	0.3	11.1	0.0
11 SRI予想	Q1	8.2	9.7	10.7	0.0	10.7	0.0
	Q2	8.4	9.5	11.3	0.1	11.3	0.0
	Q3	8.8	9.5	12.0	0.2	12.0	0.0
	Q4	9.6	10.5	13.6	0.2	13.6	0.0
09 SRI推定		8.7	9.4	18.7	4.2	19.9	0.5
10 SRI予想		9.7	10.9	13.5	0.7	13.5	0.0
11 SRI予想		8.9	9.8	11.9	0.1	11.9	0.0

注: 前年(同期)比、\* 寄与度、うち純輸出(09年1-3月期・09年度と10年1-3月期)と実質GDP成長率(09~10年1-3月期)は統計局公表値

出所: 中国国家统计局資料、CEIC Dataを基にSRI作成、予想はSRI予想

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

## 新興国経済(インド、ブラジル)

### インド経済は、緩やかな出口政策のなか、旺盛な内需主導で高成長へ

10年1-3月期実質GDP（5月31日発表）は、72年以来の歴史的な干ばつによる農業生産への悪影響がほぼ一巡した、09/10年度予算における景気刺激策や金融緩和など政策効果による下支えが続いている、海外からの資金流入回復や銀行の与信姿勢緩和、企業業績の改善を受けた雇用・所得環境の改善などから、消費が堅調に回復しており、10年1-3月期生産も前年比+15.0%と前期から伸びを拡大した - などからすれば、09年10-12月期の前年比6.0%から8.2%程度に拡大したとみられる。09/10年度（10年3月）通年でも前年比+7.0%と前年度（+6.7%）から伸びがやや拡大する形となろう。

10/11年度は、前年までの財政・金融政策の緩和的な状況が修正されることで、景気下支えの効果が弱まっていくとみられるものの、民需の堅調な回復傾向を受けて8.5%程度の高成長となろう。政府は、景気回復の動きが続くなか、懸案である財政再建に向けて2月末に10/11年度予算を発表している。ただ、物品税の引き上げなど景気刺激策の一部解除に動いたものの、貧困層を含む「包括的な成長」の観点から、農村部のインフラ投資や雇用保障プログラムなどを高水準に維持したことなどもあって、財政面からの景気下支え効果は大きく低下しない見込み。一方、金融政策は、懸念されているインフレは、食料品や石油製品などの押し上げ要因が緩和していくことで年度末にかけて鈍化していくものの、景気回復に伴う稼働率上昇などもあって、最終財やサービスへの価格転嫁が進み、11年3月時点でも5%台と中銀の目標（4~4.5%）を上回る水準となろう。そのため、中銀はインフレ期待の抑制の観点から、金融緩和の修正を行っていくとみている。ただ、利上げのペースは今後のインフレ鈍化や中期的な高成長持続による貧困解消を掲げる政府に配慮していることなどもあって、数ヶ月に1回程度の緩やかなペースに留まるとみている。以上のような当局の財政金融政策の出口を巡るスタンスによって、景気への影響は比較的軽微なものに留まろう。一方、民需については、09年に続き堅調な回復が想定される。背景には、全体の約6割を占める消費は利上げや財政支出の鈍化が下期以降過熱を抑制するものの、雇用の回復や銀行貸出の増加に支えられて回復傾向が続く、設備投資も稼働率の上昇やインフラ需要の高まりなどを受け増加基調となる、輸出はITサービスが米国向けを中心に回復基調となるほか、財についても米国やアジア向けなどの回復が欧州の回復の遅れをカバーし、全体としては回復傾向が続くなどが挙げられ、民需を中心に成長が加速するという見方を維持したい。

11/12年度は、輸出は米国など海外景気回復を受け増加基調が続く、海外からの資金流入も、米国など主要国の金融緩和の修正が進むものの、金利水準は依然低い状況が続くなか、新興国の高成長期待などから総じて堅調な流れが続く、利上げの影響が通年で効いてくることで消費などへの影響が懸念されるものの、過去の利上げ局面に比べれば、金利水準は依然として低い状況が維持されるなどから前年に比べてやや伸びは鈍化しつつも、8.1%程度の高成長が維持されるとみている。

リスクとしては、外部要因では、欧州のソブリンリスクの問題が長引き、従来想定以上に欧州景気の下押しと世界景気への影響が大きくなることであろう。投資家のリスク回避が強まるなか、今後のEU当局の対応が注目される。一方、国内要因では、景気の堅調な回復や金融緩和的な状況が続いているなかで、主要都市部の住宅価格は上昇傾向が続いており、金融危機前の水準を更新している都市もみられる。こうしたなか、中銀は、不動産セクター向け貸出のリスクウエイト引き上げや金融緩和の修正に

本稿は証券投資の参考となる情報の提供のみを目的としたもので、証券の売買勧誘を目的として作成したものではありません。投資に関する最終決定は、ご自身の判断でなされるようお願いいたします。本稿の情報は当社が信頼できると判断した情報源から入手したのものにもとづき作成していますが、その正確性・完全性を保証するものではありません。なお、記載された見解や予測は作成時点における当社の判断ですが、その後の状況変化に応じて予告なしに変更される場合がありますので、あらかじめご了承ください。

動いているが、資産価格がバブル的な状況に至らないのかどうか注目される。他の新興国に比べれば、貿易赤字が高水準であり実需面からの売り圧力が大きいなかで、09年春以降のインドルピーの戻りは緩やかなこともあり、為替市場への積極的な介入による過剰流動性などの問題も、ドルペッグを採る一部の国に比べれば抑制されている。ただ、堅調な民需の回復が続くなかで、今後資金流入が回復に転じれば、不動産市場などの動向に留意が必要であろう。銀行セクターは貸出の回復が続いているものの、多数を占める公的銀行の不良債権への引当率は国際的に見劣りしており、政府は公的銀行への資本注入を進める姿勢を示し、今後の利上げによる貸倒れ増加などへの備えを進めていることなども注目される、

政府による財政再建に向けたスタンスが示されたものの、格差解消の観点から財政支出の抑制に反対する声が強まり財政再建が進まないことや、外部環境の悪化などによる景気減速で税収が伸び悩むなどのリスクがあろう。そうした場合のソブリン格付けへの見直しへの影響や財政プレミアムの拡大がリスクとして懸念される。というのも、市中金利は09年春以降、既に国債増発による需給悪化やインフレ懸念などで、中長期ゾーンを中心に上昇傾向となっている。政府は今後の景気回復に伴う資金需要の強まりなども想定し、10年度上期にやや多めの国債発行を行う予定であり安定的な消化が進むのか、また、今後の利上げによる短期ゾーンなどの金利上昇圧力と合わせて、市中金利や貸出などへの影響も留意が必要であろう。政治的なリスクとしては、貧困層が依然として多く、経済格差など社会的な不安定要因を背景に極左ゲリラによるテロが頻発しているが、イスラム過激派などによるテロと合わせて、治安悪化による海外からの投資減退のリスクが上昇する などがあろう。

### [インド経済の予測総括表]

	05/06年度	06/07年度	07/08年度	08/09年度	09/10年度(予)	10/11年度(予)	11/12年度(予)
実質GDP成長率(%)	9.5	9.7	9.2	6.7	7.0	8.5	8.1
農林漁業	5.2	3.7	4.7	1.6	0.3	4.1	3.5
産業	9.3	12.7	9.5	3.9	9.4	9.4	8.6
サービス業	11.1	10.2	10.5	9.8	7.9	9.2	8.9
鉱工業生産(%)	8.2	11.5	8.5	2.7	10.4	9.8	9.3
輸出(億ドル)	1031	1264	1629	1853	1677	2081	2356
輸入(億ドル)	1492	1857	2514	3037	2617	3348	3769
貿易収支(億ドル)	461	593	885	1184	942	1271	1412
財政収支(GDP比:%)	4.0	3.3	2.6	6.0	6.7	5.5	4.8
インフレ率(WPI,%)	4.4	5.4	4.7	8.4	3.7	7.0	5.6
政策金利							
レボ	6.50	7.50	7.75	5.00	5.00	6.00	6.00
(3月末:%)							
リバース・レボ	5.50	6.00	6.00	3.50	3.50	4.75	4.75
預金準備率(%)	5.00	6.00	7.50	5.00	5.75	6.50	6.75

注: 年度ベース(4-3月期)、GDPは09年10-12月期時点、貿易は通関ベース(直近は月次データ)、財政収支は中央政府のみ、インフレは年度平均、金利は期末時点

出所: 各種資料を基にSRI作成

## ブラジル経済は景気過熱リスク煽るなか、中銀はインフレ対応で比較的速いペースで利上げへ

ブラジルの10年1-3月期実質GDP(6月7日発表)は、減税などの景気対策や金利低下、雇用環境の改善などで小売売上高は前期を上回る伸びとなるなど全体の約6割を占める個人消費の堅調な回復が続いている、生産の回復による稼働率上昇や政府系銀行による貸出下支えなどから設備投資の回復傾向も続いている、輸出も米国など海外景気の回復や中国など新興国の資源需要の高まりなどを受けて回復基調が続いているなどから、4期連続で前期比プラス成長となり、伸び率も前期(+2.0%)から拡大したとみられる。

10年については、景気対策として実施された自動車や家電向けの減税が10年3月で期限切れとなったほか、資本財関連の減税についても6月末で終了するなど景気対策による下支えが年前半で一部剥落することが見込まれる。ただ、政府は企業向けの中長期資金の供給を担う国営銀行のBNDESに対して融資を増額し(総額約9兆円)、貸出の増加を図っている。このほか、中低所得者向け住宅取得支援策(2年間で100万戸供給)の効果も当面、期待されるなど、財政面からの下支えは緩やかになりつつも続く見込み。一方、金融政策は、景気の堅調な回復が続くなかインフレ期待の上昇を受けて、中銀は4月の会合で75bpの利上げをスタートさせており、今後も比較的速いペースでの利上げを行い、年末にかけて政策金利は11%台まで上昇するとみられる。このため、個人消費は雇用環境の改善や銀行の与信姿勢の緩和などを受けて、当面は堅調な展開が続くものの、年末にかけてはローン金利の上昇などからやや鈍化していくとみている。設備投資は、中国など新興国の資源需要の高まりや鉄鉱石など商品市況の上昇、大型の油田開発などを受けて、資源関連投資の回復が続くほか、インフラや不動産、製造業などへの内外企業の投資も増加が続こう。外需については、中国など新興国の資源需要や世界景気の回復により輸出の回復が続く一方、内需の回復を受けた輸入の増加が上回り、純輸出はマイナスになるとみられる。以上を踏まえると、10年の経済成長率は前年比+6.3%程度と、堅調な個人消費を中心に前回予測(同+5.3%)から上方修正した。なお、10年に対するゲタは2.7%、年度内成長率は3.6%程度と予想している。

11年についても、海外経済の回復や資源需要の高まりを受けた輸出の拡大、国営石油大手ペトロブラスの深海油田開発や鉄鉱石など資源関連投資の増加、14年サッカー・ワールドカップ開催を控えてのインフラ投資の増加期待、雇用・所得環境の改善を受けた消費の拡大などから、堅調な成長が続くとみている。ただ、10年末にかけての利上げによるローン金利の上昇で、個人消費など景気への影響が続く、海外景気も堅調な拡大が続くにつも、伸びがやや鈍化することで輸出の伸びもペースダウンするなどから、成長率は前年の+6.3%から同+4.7%程度に鈍化するとみている。

リスクとしては、ダウンサイドでは、中国の金融引き締めが想定以上に進むことで中国の資源需要減退や商品市況の下落でブラジルの輸出や投資が鈍化する、欧州のソブリンリスクについても、EU当局の対応を巡って投資家のリスク回避の動きが続いており、今後も市場の調整が長期化することによってブラジルなど新興国への資金流入の減退や欧州景気の回復の遅れがその他の主要国や中国などの景気への影響を強め、資源需要の鈍化や商品市況の軟化が続く、国営石油大手ペトロブラスの深海油田開発に伴う巨額の投資資金の調達(年内最大250億ドルとも言われている)を巡って、大型増資による

株式価値の希薄化懸念によるブラジル株式市場全体への下押しの影響や、欧州のソブリンリスクを巡る投資家のリスク回避で同社の資金調達や設備投資計画に不透明感が生じる などがある。一方、アップサイドとしては、ソブリンリスクの問題が一巡するなど外部環境が好転し、米国や新興国景気の堅調な景気回復が続き、主要国の低金利環境が続くなかで、新興国へのリスクマネーが再び増加し、ブラジル国内景気の底堅さと相俟って、景気が今後一段と過熱することなどがあるだろう。そうした場合、インフレ期待の上昇で、中銀のタカ派的なスタンスが一段と強まり、11年以降の景気減速が大きくなるリスクなども見ておきたい。また、政治的なリスクとしては、10年10月の大統領選挙で成立する新政権がどういった政策をとるのかなどの問題があるだろう。現地の世論調査では、ルーラ大統領の後任候補と、野党候補の差は拮抗してきている模様だ。与野党どちらが政権をとっても、大きく路線が変更する可能性は高くないという見方が大勢であるが、PAC2（経済成長促進計画）など現政権のインフラ投資計画や貧困層に手厚い各種の政策動向、主要な経済閣僚の顔ぶれなど見ていきたい。

<b>ブラジル経済の予測総括表</b>
---------------------

	05年	06年	07年	08年	09年	10年(予)	11年(予)
実質GDP成長率(%)	3.2	4.0	6.1	5.1	0.2	6.3	4.7
個人消費	4.5	5.2	6.1	7.0	4.1	7.6	4.5
政府消費	2.3	2.6	5.1	1.6	3.7	2.2	2.5
総固定資本形成	3.6	9.8	13.9	13.4	9.9	14.1	9.2
輸出	9.3	5.0	6.2	0.6	10.3	10.2	8.7
輸入	8.5	18.4	19.9	18.0	11.4	27.0	14.1
貿易収支(10億ドル)	44.9	46.5	40.0	24.7	25.4	13.1	2.1
経常収支(10億ドル)	14	13.6	1.5	28.3	24.3	47.8	63.7
財政収支(GDP比:%)	3.4	3.5	2.7	1.9	3.3	3.8	3.9
鉱工業生産(%)	3.4	2.9	5.9	2.9	7.3	13.5	6.6
インフレ率(%)	5.7	3.1	4.5	5.9	4.3	5.5	5.0
政策金利(%)	18.00	13.25	11.25	13.75	8.75	11.50	11.50

注：網掛けはSRI予想、インフレ率、政策金利は期末値

出所：各種資料を基にSRI作成



担当 鶴田 典裕

## 為替見通し

### ポスト・ドルキャリートレードの継続

ドル円相場は昨年11月安値84.83円を底に反転して以来、10年4月に94円台に、5月に入り一時94.99円に到達する円安・ドル高が進行した。その後、ユーロドル相場の急落を受けてクロス円が下落、つれてドル円は一時87.95円の円高を実現した。足元は欧州の債務問題に絡んだ世界経済の先行き不透明感から、市場のセンチメントはリスク回避に傾き易い状況となっている。しばらくは不安定な相場展開が続くのもかもしれない。

もっとも、相場の大勢は07年からの円高・ドル安相場が終焉に向っている途上であるとみている。実際、昨年、顕著にみられた米短期金利の低下に連動したドル売りの動きが緩やかなものとなってきている。先行き、米国景気が緩やかに回復していくとみれば、米金利の低下には限界があり、ドル売りも限定的ということかもしれない。現状は、ポスト・ドルキャリートレードの相場局面にあるとの位置付けでみるのが理解し易いのではないか。

一方、ユーロドル相場だが、昨年の12月に下落に転じ、その後も調整が続いている。ギリシャ問題がユーロ売り材料として受け止められていたものの、徐々にEUのギリシャ問題への対応に綻びが目立っていったことが嫌気されるようになってきた。ギリシャ救済策におけるEU各国のコンセンサス作りが難航したことなどがEUの構造的な問題としてみられるようになってきた。

とりあえず、今次のギリシャ問題については、5/10の緊急EU財務相理事会においてユーロ導入国が財政危機に陥った場合に最大7500億ユーロを緊急融資する制度の創設に合意したこと、同時にFRBがECBに呼応する形で2008年の金融危機時に実施したドル・スワップ協定を再締結することで合意したこと、ECBトリシェ総裁がユーロ圏諸国の中央銀行が国債の買い入れを始めたことを表明したことなどから、デフォルト・リスクは一旦、遠のいたと判断できよう。

その後、ドイツが発表した欧州国債などの空売り規制を嫌気して、ユーロドル相場は一時1.2144ドルという4年ぶりの安値まで売り込まれたものの、為替介入への警戒もあって、徐々に落ち着きを探る動きとなってきたとみている。

今後の見通しは、世界経済の緩やかな回復をシナリオの前提として考えている。また、世界各国の通貨の強弱感は各国の出口戦略の進捗状況を反映していくものとみている。出口戦略は、新興国が一步先に進んでおり、米国は出口への地均しをしている途上とみている。一方、日本、欧州は出遅れている状況が今後も続きそうだ。

こうした中で、先進国間の通貨の強弱は、緩やかなドルの戻りとユーロの調整継続を想定している。ちなみに、ギリシャ問題については長い目で見て欧州の重債務国の財政再建が可能かどうか疑問視されていることは今後もユーロの弱材料としてみられるのではないか。

これらから、10年のドル円相場は87~102円を予想する。緩やかな円安への動きを想定している。ユーロドル相場は1.15~1.45ドルを予想する。ユーロの調整継続を想定している。

基本的には、ポスト・ドルキャリートレードの相場局面が継続するものと捉えている。これらは資金フローの正常化への過程であるとみており、こうした相場状況は11年も継続すると予想している。長期的には1ユーロ=1ドル=100円のパリティが落ち着きどころとみている。

**【金融商品取引法に係る重要事項】**

みずほ証券で取り扱いの商品等にご投資いただく際には、各商品等に所定の手数料(国内株式の売買取引には、約定代金に対して最大1.20750% [税込み]、最低2,625円 [税込み]の委託手数料、投資信託の場合は銘柄ごとに設定された販売手数料および信託報酬等の諸費用、等)をご負担いただきます。また、各商品等には価格の変動等による損失を生じるおそれがあります。商品ごとに手数料等およびリスクは異なりますので、当該商品等の契約締結前交付書面や目論見書またはお客さま向け資料等をよくお読みください。

商号等:みずほ証券株式会社

金融商品取引業者 関東財務局長(金商)第94号

加入協会:日本証券業協会、社団法人日本証券投資顧問業協会、

社団法人金融先物取引業協会、一般社団法人第二種金融商品取引業協会

**株式会社みずほ証券リサーチ&コンサルティング**

〒103-0027

東京都中央区日本橋1-17-10

TEL:03-5203-6501 FAX:03-5203-6499

URL:<http://www.mizuho-msrc.com/>